

学校编码: 10384

学号: 200411034

分类号__密级__

UDC__

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

中国 REITs 的融资问题研究

A Study on REITs Financing in China

叶 亮

指导教师姓名: 林 涛 副教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期:

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: __

评阅人: __

2007 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版,有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅,有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索,有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1. 保密 (), 在年解密后适用本授权书。
2. 不保密 ()

(请在以上相应括号内打“√”)

作者签名: 日期: 年 月 日

导师签名: 日期: 年 月 日

内容摘要

进入 2007 年，房地产投资信托基金（REITs）在中国的发展脚步将加快。针对国内对于我国 REITs 财务方面的研究不足，本文选取了从财务的角度，采用文献分析结合数量分析、模型推导的研究方法，探讨我国 REITs 的融资以及资本成本、资本结构问题。

本文的研究包括五章，其中：第一章是引言，介绍本文的研究背景，简要回顾国内外对 REITs 的相关研究，提出本文的写作动机并介绍文章的主要结构。第二章是 REITs 概况，全面阐述了 REITs 的定义与特征、分类、起源及发展，以及基本运作模式。第三章 我国 REITs 融资相关问题分析是本文研究的主要内容，结合我国情况，较为全面的分析了 REITs 的资金来源、法律规范、融资特性以及 REITs 上市的相关问题。第四章在第三章的基础上，进一步深入研究 REITs 融资的资本成本和资本结构问题。采用我国房地产上市公司的数据，作为我国 REITs 的模拟演算，分别 REITs 两种资金来源——权益资金和债务资金来计算资本成本，最后求出加权平均资本成本，作为我国未来 REITs 资本成本之参考。REITs 资本结构问题则从理论和实证两个方面进行了论述，并立足于我国现行的税法及特定假设对 Jeffery 模型进行了修正，分析举债对于我国 REITs 价值的影响。

本文的成果和创新之处主要体现在以下两个方面：（1）采用我国房地产上市公司的数据，作为我国 REITs 的模拟演算，估算出我国 REITs 的加权平均资本成本；（2）立足于我国现行的税法及特定假设对 Jeffery 模型进行了修正，分析举债对于我国 REITs 价值的影响。

关键词： REITs； 融资； 资本结构

ABSTRACT

In 2007, the development of REITs becomes more and more rapid. And in consideration of the shortness of research on REITs Finance in China, this paper discussed the problem about REITs financing, capital cost and capital structure, with the method of literature analysis, quantitative analysis together with model derivation.

The content of this paper are as follows: Chapter 1 introduced the paper's research background, literature review and the main content. Chapter 2 introduced the profile of REITs, including REITs definition, classification, origination, development and basic function mode. Chapter 3 analyze the problem of REITs financing in China, including fund origination, law, IPO and financing characters. Chapter 4 analyze the problem of capital cost and capital structure of REITs in China.

The innovation was illustrated in two aspects. On the one hand, this paper calculated the WACC of REITs in China. On the other hand, this paper analyze the influence of REITs on debt to the REITs value by modifying the Jeffery model.

KEY WORDS: REITs; Financing; Capital Structure

目 录

| | |
|--------------------------------|----|
| 第一章 引言..... | 1 |
| 1.1 研究背景..... | 1 |
| 1.2 相关文献回顾..... | 2 |
| 1.3 本文的主要结构..... | 3 |
| 第二章 REITs 概况 | 4 |
| 2.1 REITs 的定义及特征..... | 4 |
| 2.2 REITs 的分类..... | 5 |
| 2.3 REITs 的起源及在全球发展概况..... | 10 |
| 2.4 REITs 的基本运作模式..... | 12 |
| 第三章 我国 REITs 融资相关问题分析..... | 15 |
| 3.1 融资概述..... | 15 |
| 3.2 REITs 的资金来源..... | 16 |
| 3.3 REITs 法律规范..... | 17 |
| 3.4 REITs 上市..... | 22 |
| 3.5 REITs 融资的特性..... | 29 |
| 第四章 预测我国 REITs 的资本成本和资本结构..... | 32 |
| 4.1 REITs 的资本成本..... | 32 |
| 4.2 REITs 的资本结构..... | 37 |
| 第五章 总结..... | 48 |
| 参考文献..... | 50 |
| 后 记..... | 52 |

Contents

| | |
|---|-----------|
| Chapter 1 Introduction..... | 1 |
| 1.1 Background..... | 1 |
| 1.2 Literature Review..... | 2 |
| 1.3 The Paper's Main Contents..... | 3 |
| Chapter 2 Profile of REITs..... | 4 |
| 2.1 Definition and Characters..... | 4 |
| 2.2 Classification..... | 5 |
| 2.3 Origination and Development..... | 10 |
| 2.4 Basic Function Mode..... | 12 |
| Chapter 3 REITs Financing in China..... | 15 |
| 3.1 Profile of Financing | 15 |
| 3.2 Fund Source..... | 16 |
| 3.3 Law..... | 17 |
| 3.4 IPO..... | 22 |
| 3.5 Characters..... | 29 |
| Chapter 4 Capital Cost and Capital Structure of REITs..... | 32 |
| 4.1 Capital Cost..... | 32 |
| 4.2 Capital Structure..... | 37 |
| Chapter 5 Conclusion..... | 48 |
| References..... | 50 |
| Postscript..... | 52 |

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 引言

1.1 研究背景

当前，房地产行业成为社会的焦点问题。对于房地产业发展是否过热、是否存在泡沫、房地产价格走势如何等问题，政府官员、专家学者、房地产开发商及购房者众说纷纭，各执一词。

房地产业是一个涉及面广、带动系数高的行业，其发展程度对配套产业影响很大。据统计，我国每年钢材的 25%、水泥的 70%、木材的 40%、玻璃的 70% 和塑料制品的 25% 都用于房地产开发建设，房地产业对这些产业的发展能起到至关重要的促进作用。房地产业已成为我国国民经济的主导产业，在现代社会经济中有着举足轻重的地位。据统计资料显示，当前房地产业对我国 GDP 直接和间接的贡献率达 1.9 至 2.5 个百分点。同时，随着我国住房制度的改革，福利分房已终止，住房自有化、购房货币化、消费市场化、物业管理社会化已初步形成。个人购房的比例已占绝大多数，房地产业的发展与百姓的生活息息相关。经济的持续增长和居民消费结构的变化，为房地产业高速发展提供了契机，也使房地产业面临更加激烈的竞争。

而房地产行业的零散分布与其支柱产业的地位极不相称，需要适度集中。房地产业作为一种典型的资金密集型行业，具有投资大、风险高、周期及供应链长等特点。但是，由于我国制度不健全、行业发展不规范，房地产企业普遍规模小、行业集中度低，与房地产支柱产业的地位极不相称，并由此带来一系列问题。房地产行业需要适度集中来实现资源的合理配置，做大做强，资金成为一个关键问题。

房地产行业可以借鉴美国模式，由产品运营型向资本运营型升级。建立房地产信托投资基金（REITs）就是一个很好的途径，既可以为房地产开发商增加融资渠道，也不会给银行和企业增加债务负担，还可以扩大居民及投资者的投资范围，对房地产企业运营也能起到一定的外部监督作用，此外，它在一定程度上能将房地产的需求和供给拉直，这样有利于促进房地产业的健康发展。

在国际上 REITs 已是一种成熟的金融工具。美国是 REITs 的发源地，拥有全世界最发达的 REITs 市场，目前有 200 家 REITs 公开上市，融资规模超过 380

亿美元，总资产超过 4750 亿美元，另外还有 800 家未上市交易的 REITs。2005 年美国国会通过法案，将 REITs 产品推荐为企业年金、社会保障基金、退休基金、保险基金的投资产品。REITs 在美国不断发展的同时，其优势在全球范围内也逐步得到认可。在亚洲地区，新加坡拥有 14 家 REITs，总市值达到 118 亿美元，香港有 5 家 REITs，总市值达到 64 亿美元。

而我国的 REITs 则尚未真正起步。进入 2007 年，REITs 在中国的发展脚步将加快。“打通国内 REITs 融资渠道”的建议已被明确写入商务部递交至国务院的全国商业地产调查报告中；中国证监会房地产投资基金（REITs）专题研究小组也于 2007 年 4 月 10 日正式成立，这都意味着 REITs 在中国将获得极大突破。

1.2 相关文献回顾

REITs 在美国发展最为完善，有关 REITs 研究的课题涉及 REITs 回报预期、价格产生过程、分红政策、资本结构、初始和不定期公开上市以及兼并等许多方面。其相应的理论研究已经从定性分析发展到定量分析。即从上述的某一个角度切入，对 REITs 的某一方面进行数据收集，建立数学模型，从定量的角度对 REITs 的相关指标（如净收益、分红收益率、盈利能力与宏观经济的相关性等）进行分析研究，如美国尹帕利尔的《房地产投资信托：投资组合管理的新策略》（Real Estate Investment Trusts: New Strategies for Portfolio Management），尹帕利尔用三种方法来衡量 REITs 的价值。将 REITs 价格与其所持有的房地产净值进行比较，比较 REITs 的收益率与十年期国债利率之间的差幅；将 REITs 的本益比与标准普尔 500 指数或罗素 2000 指数的本益比相比。陈淑贤、约翰·埃里克森、王柯著的《房地产投资信托》，从提高管理者投资决策能力和 REITs 经营绩效的角度出发，对美国现有有关 REITs 的研究成果进行了通盘的分析与综合。他们通过整合经济学和金融学有关文献中最新的学术观点，在房地产和资本市场的范畴内对 REITs 进行了研究，运用实证等方法讨论了诸如组织结构、规模经济、内外顾问、机构投资者、分红债务政策和绩效等问题。

与美国相比，我国 REITs 尚未真正推出。相关的文章并不多见，其中较具代表性的研究成果有 2004 年 1 月深圳证券交易所综合研究所毛志荣的《房地产投资信托基金研究报告》、北京国际信托投资有限公司研究发展部宋林峰在 2004 年

第3期《信托研究》上发表的“美国房地产投资信托调研报告”，以及各期刊发表的有关 REITs 的论文等，这些研究都对 REITs 作为一种新的金融工具进行了介绍，从 REITs 在中国的发展、障碍、模式等问题进行了一定程度的探讨，但财务角度的研究基本没有涉及。

1.3 本文的主要结构

由于我国对 REITs 的研究，主要集中于 REITs 在我国运行模式选择、REITs 在我国发展的可行性分析、法律研究等。对于 REITs 在我国财务方面的研究基本没有涉及，因此，从财务的角度研究 REITs 的融资、资本成本和资本结构，成为本文写作的动机所在。全文内容安排如下：

第一章是引言，介绍了本文的研究背景，简要回顾了国内外对 REITs 的相关研究，提出本文的写作动机并介绍文章的主要结构。

第二章是 REITs 概况，全面阐述了 REITs 的定义与特征、分类、起源及发展，以及基本运作模式。

第三章我国 REITs 融资相关问题分析是本文研究的主要内容，结合我国情况，较为全面的分析了 REITs 的资金来源、法律规范、融资特性以及 REITs 上市的相关问题。文章从分析美国 REITs 法律规范与我国现行的法律环境，提出了对于我国的借鉴；从 REITs 本身的融资和作为房地产企业融资工具两个角度，阐释了 REITs 的融资特性；接着分析香港和新加坡 REITs 上市的步骤及形式，作为我国未来 REITs 上市的借鉴，并继续分析了影响 REITs 股价的因素及评价方法。

第四章在第三章的基础上，进一步深入研究 REITs 融资的资本成本和资本结构问题。采用我国房地产上市公司的数据，作为我国 REITs 的模拟演算，分别 REITs 两种资金来源——权益资金和债务资金来计算资本成本，最后求出加权平均资本成本，作为我国未来 REITs 资本成本之参考，同时得到的结果也为下面 REITs 的资本结构分析提供了一个对比参照。REITs 资本结构问题则从理论和实证两个方面进行了论述，并立足于我国现行的税法及假设对 Jeffery 模型进行了修正，分析举债对于我国 REITs 价值的影响。

第二章 REITs 概况

2.1 REITs 的定义及特征

2.1.1 REITs 的定义

房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts，以下简称 REITs），是指通过发行基金受益凭证或股票募集资金，交由专业投资机构运作，基金资产专门投资于房地产产业或项目，以获取投资收益和资本增值的一种基金形态。实际上它是一种房地产证券化的商品，主要收取房地产的租金收益，证券化的房地产主要是办公大楼、购物中心、仓库等。投资者通过证券市场可以进行自由交易，享受投资回报。

2.1.2 REITs 的主要特征

这里以美国 REITs 为例，相对于普通的企业实体，REITs 的主要特征包括以下几个方面：

1. 较好的税收优惠

根据《1960 年美国国内税收法案》规定，如果 REITs 将每年度盈利的大部分以现金红利方式回报投资者，则无需缴交公司所得税，这样就避免了双重纳税，投资者可以通过 REITs 这个产品，享受到投资收益的税收优惠。这一点使 REITs 能够吸引到大量的投资者，是 REITs 在美国蓬勃发展的关键原因所在。

吉尔尤克和约瑟夫（Gyourko and Joseph, 1999）的研究^①证明，成为 REITs 后，节省的税费估计约为同行业的 4%；另外考虑到 REITs 无需进行通常公司所需做的、费用高昂的避税政策研究，所能节省的费用大约是 1%~4%。这样成为 REIT 的总利益大约为 5%~8%，相当的可观。

2. 投资领域受到严格的限制

^① Gyourko, Joseph, and Todd Sinai. 1999. The REIT vehicle: Its value today and in the future. Journal of Real Estate Research 18.

包含 75% 原则, 95% 原则和 30% 原则。即 75% 的收入来源于和房地产相关业务; 95% 收入来源于房地产和证券投资业务; 出售持有期不满 4 年的房地产或持有期不满 1 年的证券收入占总收入的比例不能超过 30%。

这些要求将 REITs 的投资范围限定为房地产投资和某些其他类型的被动投资, 同时鼓励长期投资, 限制出于投机等目的而频繁交易房地产和证券的行为。

3. 分红比例受到严格的管制

最初规定 REITs 必须将不低于现金应税收入 90% 的比例用于分红, 后来该比例又提高到了 95%。否则 REITs 将作为一个普通公司而被课以公司所得税, 其目的在于防止 REITs 成为一种收入积累工具。

同时由于 REITs 产品的设计具有标准化、可流通的特点, 所以 REITs 的出现使投资者在享受到房地产行业的增长收益的同时, 又可以拥有较高的流动性, 可以把它作为投资组合的一部分。

2.2 REITs 的分类

2.2.1 按照组织结构分类

可分为信托型、公司型和合伙型。

信托型基金是依据信托契约, 通过发行受益凭证而组建的 REITs。这类 REITs 一般由 REITs 公司、保管公司及投资者三方当事人订立信托契约。REITs 管理公司是 REITs 的发起人, 通过发行受益凭证将资金筹集起来组成信托资产, 并根据信托契约进行投资; REITs 保管公司一般也由银行担任, 它根据信托契约负责保管信托财产, 具体办理证券、现金管理以及有关的代理业务等; 投资者即受益凭证的持有人, 通过购买受益凭证投资 REITs, 并根据其购买份额分享投资收益。REITs 的受益凭证是一种有价证券和 REITs 的财产证明。

公司型基金依公司法成立, 通过发行 REITs 股份, 将集中起来的资金投资于各种房地产资产。在组织形式上与股份有限公司类似, REITs 公司资产为投资者 (股东) 所有, 由股东选择董事会, 由董事会选聘 REITs 管理公司, REITs 管理公司负责管理 REITs 业务。公司型 REITs 的设立要在工商管理部门和证券交易委

员会注册，同时还要在股票发行和交易的所在地登记。

二者主要的不同如下表：

表 1：信托型 REITs 与公司型 REITs 之对比

| | 信托型 | 公司型 |
|--------|------------|-------|
| 法律依据 | 《信托法》 | 《公司法》 |
| 法人资格 | 无 | 有 |
| 发行凭证 | 受益凭证（基金单位） | 股票 |
| 与投资者关系 | 信托关系 | 股东关系 |
| 利益分配 | 利润分配 | 股利 |

有限合伙型基金依据合伙协议设立，相关当事人之间的权利义务关系由合伙协议确定。这种基金的组织形式目前在美国发展很快，在创业投资方面得到了广泛应用。在我国，法律还尚未规定。

2.2.2 按照资金投向分类

可分为权益型(Equity)、抵押型(Mortgage)以及混合型(Hybrid)三种基本类型。

1、权益型 REITs (Equity REITs)

直接经营具有收益性房地产的投资组合，主要收入来自租金，或买卖房地产的交易利润。权益型 REITs 投资组合视其经营策略的差异有很大不同，常见投资的房地产类型包括购物中心、公寓、医疗中心、办公大楼、工业区、餐厅、旅馆、游乐区或混合型态等等。

投资方式主要有两种：一类是直接收购房地产物业进行经营管理；另一类为投资房地产公司，通过间接方式投资房地产资产，采用该类方式的目的在于通过投资企业的方式来适应房地产地域特性强的特点，可以实现多地区经营，同时也能满足房地产物业投资巨大的资金需求，实现多元化经营，从而达到降低房地产行业的系统风险的目的。

2、 抵押型 REITs (Mortgage REITs)

主要投资房地产抵押贷款或房地产贷款支持证券（Mortgage-Backed Securities），收入主要来源于房地产贷款的利息、证券增值与股息，以及通过发放参与型抵押贷款所获抵押房地产的部分租金和资产增值。根据投资对象不同，抵押型 REITs 也可分成直接抵押贷款 REITs、参与抵押贷款 REITs、抵押贷款担保债券。

3、 混合型 REITs (Hybrid REITs)

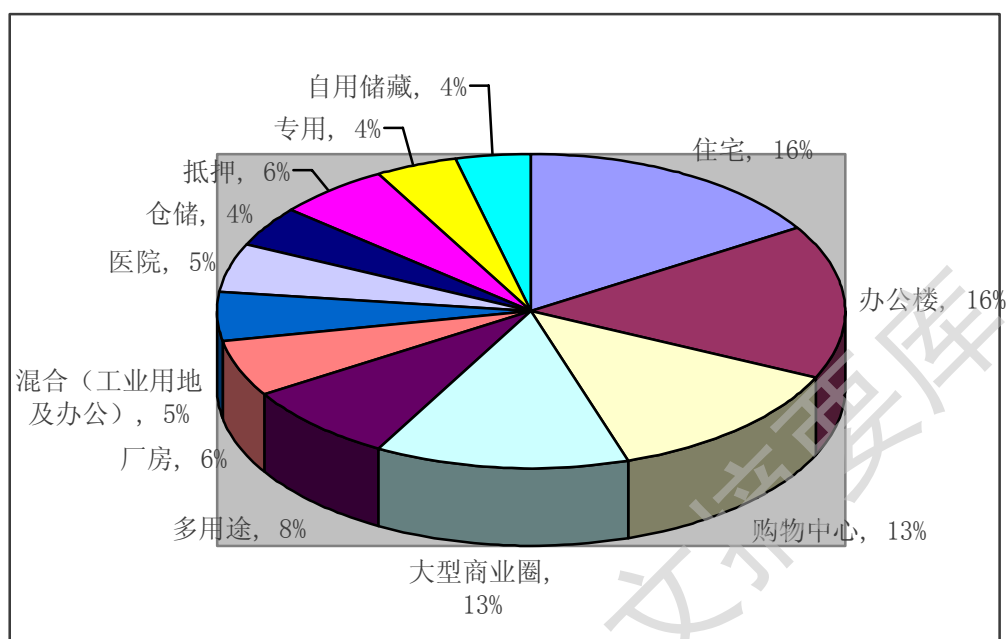
介于股权类和抵押类之间的一种房地产投资基金，混合类房地产投资信托采取上述两类的投资策略，具有股权类房地产投资信托基金和抵押类房地产投资信托基金的双重特点，即在从事抵押贷款服务的同时，自身也拥有部分物业产权。在理论上，混合类房地产投资信托基金在向股东提供该物业在增值空间同时，也能获得稳定的贷款利息。

据统计，美国目前有 200 家 REITs 公开上市，融资规模超过 380 亿美元，总资产超过 4750 亿美元，另外还有 800 家未上市交易的 REITs。^①REITs 中的绝大部分是从事股权类投资，市值占有所有 REITs 的 92.8%。

每个 REITs 根据各自的专长选择投资领域。有的以地理区域为专长，如地区、州、都市的地产；有的专长于各种行业地产，如购物中心、工业、办公楼、公寓等房地产；有些 REITs 选择广泛的投资类型，包括房地产、贷款类的众多产品。在各种房地产业的投资中，零售业、住宅、办公以及工业地产的投资占绝大部分，总计超过总投资的 69%。

^① 资料来源 http://www.investinreits.com/translations/CH_The_REIT_Story.cfm

图 1: REITs 投资类型分布图



资料来源：美国房地产投资信托基金协会网站 www.nareit.com，截止 2003 年 12 月 31 日

2.2.3 按照交易方式分类

REITs 按照交易方式是否可赎回，分为封闭式和开放式 REITs。

封闭式 REITs 是指资本总额及发行份数在发行之前就已确定下来，在发行完毕后规定的期限内，REITs 的资本总额及发行份数都保持固定不变的 REITs。

开放式 REITs 是指 REITs 的资本总额或股份总数可以随时变动，即可根据市场供求情况发行新份额或赎回股份的 REITs。

二者的主要不同如下表：

表 2: 封闭式 REITs 与开放式 REITs 之对比

| | 封闭式 REITs | 开放式 REITs |
|-------|------------|--------------------------------|
| 存续期限 | 固定的 | 没有固定期 |
| 份额与规模 | 通常不可变 | 可变 |
| 投资对象 | 直接投资于房地产资产 | 投资方向通常有限制, 仅投资于其他 REITs、房地产相关债 |

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库